



HEC EURASIA Institute

LE MARCHÉ FINANCIER CHINOIS

ou les hoquets du
« capitalisme-communisme »



CHAMBRE DE COMMERCE ET D'INDUSTRIE DE PARIS

LE MARCHÉ FINANCIER CHINOIS

ou les hoquets du
« capitalisme-communisme »

Thibaud VOÏTA

Ancien élève de l'IEP de Paris et de l'INALCO chinois, **Thibaud VOÏTA** collabore à la revue *China Analysis / Les Nouvelles de Chine* et contribue à l'Asia Centre. Il est chargé de recherche à HEC Eurasia Institute et vient de collaborer à l'étude de fond sur « les fragilités chinoises » de cet Institut.

Cette étude est dérivée d'une recherche originale sur « La Main Invisible du Gouvernement sur le Marché Boursier Chinois ». L'auteur tient à remercier Madame Françoise Nicolas chercheur à l'IFRI, Monsieur François Godement Professeur à l'INALCO, ainsi que Messieurs Jean-François Di Meglio, Directeur Asie-Moyen Orient de la Banque de Financement et d'Investissement BNP Paribas et Jean-Marie Bouissou, Directeur de recherches au Centre d'Etudes et de Recherches Internationales (CERI) pour leurs aide et conseils.

Copyright HEC EURASIA INSTITUTE – Janvier 2006

ISBN 2-909586-55-3

Tous droits réservés

Aucune partie de ce document ne peut être reproduite sans l'accord écrit préalable de

HEC EURASIA INSTITUTE

78351 JOUY-EN-JOSAS

FRANCE

TABLE DES MATIERES

| | |
|--|----|
| INTRODUCTION..... | 9 |
| 1. LA CHUTE DU MARCHE BOURSIER..... | 13 |
| 1.1 Bulle et éclatement..... | 13 |
| 10 ans d'euphorie... ...suivis des années de grisaille | |
| 1.2 Les faiblesses du marché..... | 15 |
| La volatilité Les mauvaises entreprises Une mauvaise liquidité Une réglementation lacunaire | |
| 1.3 Quelle efficience de la Bourse ?..... | 21 |
| La gouvernance des entreprises Une mauvaise allocation et une mauvaise utilisation des capitaux Les fusions/acquisitions | |
| 2. LES CAUSES DE LA CHUTE..... | 29 |
| 2.1 Des acteurs qui accumulent les pertes..... | 29 |
| Les sociétés de courtage Les petits et moyens investisseurs : victimes de la Bourse | |
| 2.2 Les problèmes organisationnels : une Bourse subordonnée à la politique industrielle..... | 35 |
| Garder le contrôle des entreprises publiques Et contrôler les étrangers | |
| 2.3 Cadres, corruption et népotisme..... | 42 |
| Contexte institutionnel et historique Les combats inter-institutionnels et la victoire de la CSRC Des entreprises locales favorisées | |

| | |
|--|----|
| 3. IL FAUT SAUVER LE MARCHE BOURSIER ! VERS DES REFORMES DE FOND... | 49 |
| 3.1 Le lancement des réformes..... | 49 |
| Vers la fin du système de répartition des actions ? Autres réformes | |
| 3.2 Insuffisances et déceptions..... | 54 |
| L'ouverture aux investisseurs institutionnels Les investisseurs étrangers | |
| 3.3 Les résistances au changement..... | 56 |
| Le monde merveilleux de la bureaucratie chinoise L'Etat va-t-il vraiment faire ses valises ? Les barrières à ne pas franchir | |
| CONCLUSION..... | 65 |
| ANNEXES..... | 67 |
| BIBLIOGRAPHIE..... | 77 |

INTRODUCTION

La Bourse chinoise : ces mots sonnent comme un oxymore. N'y a-t-il pas un paradoxe profond à voir un pays (officiellement) communiste se doter d'une institution purement capitaliste ? N'est-il pas étonnant de voir un Etat qui peine à faire respecter son droit se munir d'un marché des titres ? Est-il possible de développer une Bourse efficiente alors que le gouvernement contrôle encore d'immenses pans de l'économie ?

Pourquoi la Bourse ?

Les raisons expliquant le lancement du Shanghai Stock Exchange (SSE) et du Shenzhen Stock Exchange (SZSE) au début des années 1990 sont nombreuses. Les autorités avaient besoin de capitaux pour financer les entreprises d'Etat (la Chine commençait alors à souffrir de l'embargo international imposé après le massacre de Tian Anmen). Le pouvoir central voulait aussi reprendre le contrôle sur les nombreux centres d'échanges d'actions locaux, la plupart du temps créés de manière illégale mais en collaboration avec les autorités de la région. Ces Bourses étaient pour Deng Xiaoping au début des années 1990 un moyen de s'éloigner encore de l'ère maoïste, à l'heure où beaucoup craignaient encore un retour en arrière de la part des autorités. Mais, en même temps, il était toujours hors de question de privatiser les entreprises publiques : en 2005, sur 1400 firmes cotées, l'Etat restait l'actionnaire majoritaire de 1300 d'entre elles.

L'organisation de la Bourse chinoise est donc le résultat de cette ambiguïté originelle. Son fonctionnement est complexe : les procédures sont lourdes (surtout pour les acteurs privés) ; la régulation très imparfaite ; les acteurs indisciplinés ; les fraudes, les corruptions et les manipulations sont monnaie courante ; l'Etat intervient régulièrement de manière opaque... En plus, la Bourse fonctionne mal : les indices sont en chute libre depuis l'été 2001 ; la cotation n'améliore ni la gouvernance ni les performances des entreprises ; l'allocation des capitaux n'est pas optimale ; l'information circule mal et les investisseurs enregistrent de nombreuses pertes.

Le marché boursier chinois peut donc être considéré comme l'enfant raté de la Transition.

La Bourse en 2005

Sur le chemin de la croissance et de la modernisation du système financier, les autorités chinoises se doivent cependant de se doter d'un marché boursier un minimum crédible. Pourtant, les SSE et SZSE ont longtemps fait figure de parent pauvre des réformes. Pour des raisons idéologiques et politiques d'abord : la Bourse est un symbole du Grand Capitalisme, elle permet de s'enrichir en spéculant, elle favorise la montée en puissance d'entités puissantes et incontrôlables comme les investisseurs institutionnels.

La Bourse chinoise a aussi souffert de son écrasant grand frère bancaire. Certains économistes ont longtemps prôné un système financier s'appuyant principalement sur l'intermédiation bancaire, selon le modèle japonais ou allemand. Le marché boursier n'aurait

alors que peu d'intérêt. En plus, les réformes financières se sont en priorité orientées vers les grandes banques et leurs créances douteuses. Il fallait les préparer à l'ouverture du marché imposée par l'Organisation Mondiale du Commerce et leur modernisation était considérée comme un préalable indispensable à celle de la Bourse. Mais les autorités ne pouvaient continuer à ignorer ce pan du marché financier. D'autant plus qu'un marché boursier efficient pourrait résoudre bien des problèmes de financements : ceux de la sécurité sociale et des retraites ainsi que ceux des entreprises les plus performantes.

Reste que le mouvement s'est enfin accéléré en 2005. L'Etat a décidé de mettre en vente une partie des actions qu'il détient, ce qui constitue le plus gros bouleversement que le marché des titres ait connu depuis sa création. Les autorités semblent décidées à prendre en main la réforme des sociétés de courtage criblées de dettes ainsi qu'à indemniser les actionnaires victimes de leurs mauvaises pratiques. Un fonds de stabilisation a été lancé à cet effet en septembre. Les entreprises d'Etat poursuivent leur restructuration, notamment grâce à la *State Asset Supervision and Administration Commission (SASAC)*. Cela devrait avoir des conséquences positives sur les performances des entreprises cotées. Enfin, les lacunes juridiques sont lentement comblées.

Convergence ou expérimentation?

Est-ce à dire que la Bourse chinoise est en voie de normalisation ?

Il existe deux écoles à ce sujet. Pour l'école de la convergence, les réformes économiques chinoises conduisent le pays vers une économie de marché non socialiste. Ce gradualisme serait le résultat d'une absence de consensus à propos de la direction à suivre, ce qui explique les oscillations des autorités entre libéralisation et renforcement de la présence de l'Etat. Au contraire, pour l'école expérimentaliste, la Chine doit son succès à ses réformes évolutives, expérimentales et ciblées.

Nous allons essayer de démontrer par cette étude comment la Bourse chinoise semble plutôt suivre le second modèle. Derrière une apparente normalisation, le gouvernement a mis en place un système qui lui permet tant bien que mal de continuer à tirer les ficelles. Reste à savoir combien de temps il pourra encore le faire, question à laquelle il nous sera difficile de répondre.

En un certain sens, on peut voir en la Bourse chinoise un thermomètre de l'ouverture chinoise : entre réformes en trompe l'œil et persistance de la bureaucratie.

Dans un premier temps, nous analyserons donc les problèmes actuels de la Bourse chinoise : la situation morose qu'elle traverse depuis l'éclatement de la bulle qui l'a portée pendant les années 1990 ; ses faiblesses par rapport aux autres marchés des titres mondiaux et son manque d'efficacité. Nous nous pencherons dans un deuxième temps sur les causes de ces problèmes. Parmi celles-ci, nous étudierons d'abord les acteurs dont le jeu handicape grandement le marché, puis nous nous attarderons sur l'organisation particulière de la Bourse avant de voir les pesanteurs bureaucratiques qui freinent ses performances. Pour terminer, dans un troisième temps, nous aborderons en détail les réformes entreprises par les autorités, en particulier celle de la vente partielle des actions d'Etat. Ensuite, nous verrons les raisons de rester sceptiques face à ces réformes : à cause de leurs insuffisances et surtout de la volonté du gouvernement de garder un certain contrôle sur la Bourse et les entreprises.

Annexe 3

Une étude de cas : Baosteel

Un géant

L'entreprise Baosteel est l'une des plus célèbres entreprises chinoises. C'est le plus gros producteur chinois d'acier. Objet de fierté nationale, elle était classée 372^{ème} par le magazine *Finance* parmi les 500 plus grosses entreprises internationales en 2003 et 309^{ème} en 2004. Sa PDG, Xie Qihua comptait en 2004 parmi les 100 femmes les plus influentes de la planète selon le magazine *Forbes*.

En 2004, le volume de ces ventes s'est élevé à 130 milliards de yuans, soit une augmentation de 34,5% par rapport à l'année précédente. Il est prévu qu'il atteigne les 150 milliards avant 2010. Toujours en 2004, ses profits ont atteint 21,9 milliards de yuans soit 66,3% de plus qu'en 2003. Ses résultats s'expliquent par la forte croissance de la demande chinoise. Elle fournit 50% de l'acier utilisé par les usines automobiles chinoises, y compris aux joint-ventures avec Volkswagen et General Motor. Elle aussi responsable de la fourniture en acier de 47% des appareils électroménagers et de 50% des pipelines. Forte de ces résultats, Xie Qihua a annoncé qu'elle a pour ambition de faire de son entreprise une référence boursière mondiale et de la hisser au rang « d'entreprise d'acier la plus compétitive du monde ».

Baosteel est une entreprise publique, elle est placée sous l'autorité de la SASAC. Le groupe emploie plus de 100 000 personnes, possède 7 entreprises d'acier, une branche commerciale, un vaste parc immobilier... Baosteel n'a de plus pas abandonné la tradition consistant à prendre en charge le logement, l'éducation, la sécurité sociale et la retraite de ses employés. En tant que principal producteur d'acier chinois, les enjeux politiques qui l'entourent sont nombreux : le gouvernement semble peu déterminé à relâcher le contrôle qu'il exerce sur elle.

Baogang, entreprise-mère de Baosteel a été créée en 1978, à partir des équipements de vieux dinosaures typiques de l'époque maoïste. Nombreuses sont ses connections au sein des échelons les plus élevés du pouvoir central. Son fonctionnement, caractérisé par les interférences gouvernementales est le reflet de cet héritage. On retrouve dans les objectifs de Baosteel les paradoxes de « l'économie socialiste de marché » : le maintien des emplois et la stabilité sociale cohabitent avec la promotion d'une économie libre... Madame Xie clame haut et fort l'indépendance du Conseil d'Administration de son entreprise. La présence d'un Secrétaire du Parti en tant que vice-président du groupe ainsi que la nécessité d'obtenir l'aval du Parti pour les gros investissements laissent planer un certain doute sur le sincérité de ses propos...

A titre d'exemple pour illustrer ces interférences gouvernementales, Baosteel a été forcée en 1998 à racheter Yi Gang, Shanghai Wugang et Shanghai Meishan Gangtie, trois vieilles SOE créées dans les années 1950 mais déficitaires depuis les années 1990. L'entreprise est alors devenue alors Baogang SA.

Le lancement en Bourse

Reste que Xie a rapidement eu l'ambition d'introduire sa firme en Bourse. A l'origine, la Présidente vise une double introduction, sur Hong Kong ou New York et Shanghai. Le premier préalable consiste à restructurer l'entreprise pour créer une filiale compétitive capable d'attirer la confiance et l'argent des investisseurs : ce sera Baoshan Iron and Steel qui naît à la fin des années 1990, et qui génère des revenus de 43 milliards de yuans et emploie 15 000 personnes. Contrairement à l'entreprise mère, elle est exempte de toute obligation sociale à l'égard de ses employés. Elle est lancée sur le SSE le 12 décembre 2000 (code 600019). Avec 1,25 milliards d'actions émises, Baoshan devient alors la plus grosse entreprise cotée sur la Bourse du continent. A l'été 2005, elle était encore la troisième. Juste après son IPO, ses actions s'échangeaient à 4,96 yuans mais elles vont monter à 6,09 au moment de la clôture. Circule alors encore la rumeur d'un lancement imminent sur les Bourses de Hong Kong ou New York (rumeur qui, fin 2005, semble encore loin de se réaliser).

Les ombres au tableau

Baosteel fait partie des entreprises pressenties pour devenir des exemples de la *corporate governance* à la chinoise. Par conséquent, elle doit s'afficher à la pointe des réformes. C'est dans ce contexte qu'est décidée son augmentation de capital en 2004. La rumeur précède cette augmentation : début 2004, court le bruit que la société va vendre ses actifs, avec des actions à 3,5 yuans l'action. Le cours de l'entreprise chute jusqu'à ce qu'en avril la direction du groupe oppose un démenti formel à cette nouvelle. Ce qui ne l'empêche pas d'annoncer le 12 août –soit quelques semaines après- un plan d'augmentation d'émission de titres et de vente d'actifs. Le résultat était prévisible : une nouvelle fois, l'action plonge.

En quoi consiste cette augmentation ? Elle concerne pas moins de 11,38 milliards de yuans d'actions et constitue la plus importante que la Bourse chinoise ait eu l'occasion de connaître. L'opération est risquée : la plupart des analyses ont diagnostiqué une baisse imminente du prix de l'acier, alors que les résultats de l'entreprise ont probablement été gonflés par la vague de surinvestissements qu'a connu le secteur de l'acier en 2003 – 2004. Les Cassandre du Bureau National des Statistiques sont même allés jusqu'à prévoir l'apparition d'invendus en 2005 puis une crise de surproduction étendue à tous les secteurs en 2007... Le timing semble très mal calculé.

Mais Baoshan est une entreprise publique et bénéficie donc de privilèges. La CSRC va donc tenter de piloter l'opération pour qu'elle soit une réussite. Elle va par exemple « accorder » la priorité pour investir dans les nouvelles actions à la Construction Bank, à l'Industrial Bank et à l'Industrial and Commercial Bank. L'annonce ou la rumeur d'un soutien étatique est toujours accueillie comme une bonne nouvelle sur le marché chinois : les actions Baoshan vont donc monter à 5,12 yuans l'unité et la Bourse va suivre cet engouement, passant au delà des 1200 points. Comme souvent, l'euphorie sera de courte durée : le 17 juin, les actions stagnent entre 4,6 et 4,7 yuans au moment de l'interruption de l'échange des actions Baoshan nécessaire pour le transfert des actions détenues par l'Etat.

L'augmentation n'aura donc finalement pas été un aussi bon calcul à court terme : l'action Baoshan a perdu 19% pendant le premier semestre de 2005 alors que la chute du SSE s'est limitée à 14%.

Quel était alors le but de cette nouvelle émission ? Il semblerait que cette opération a été calculée sur le long terme. Baoshan aurait besoin de collecter des fonds pour mener à bien des opérations de modernisation, en particulier en matière de capacités de production : il s'agit d'être moins dépendant du cours de l'acier.

La SASAC et la CSRC aurait donc choisi Baoshan pour devenir un pionnier dans la modernisation des SOE. Des avancées notables ont été accomplies pour améliorer la gouvernance de l'entreprise, en particulier en matière de restructuration des actifs d'Etat, d'indépendance du Conseil d'Administration, de cotation, etc. Même si de nombreux progrès restent à accomplir, Baoshan est la première SOE à avoir entrepris une réforme de son CA en 1998. Au programme, le groupe doit cependant renforcer son indépendance politique (objectif qui, diront les mauvaises langues, a des allures de chimère). Concrètement, il s'agit de mieux prendre en compte la volonté de ses actionnaires, réaffirmer les responsabilités respectives du CA, des auditeurs, de la gestion... Elle doit aussi agir selon la loi (nécessité de respecter la *Company Law*) et non en fonction de la volonté du gouvernement. Les fonctions de production et de commercialisation devraient être rationalisées, clairement séparées et assumées par des entités séparées. Tous ces ajustements doivent passer par une réorganisation et une unification de fond des SOE que Baosteel a été poussée à racheter (Yigang, Sangang, Wugang, Meishan Gangtie) et qui sont encore caractérisées par des structures bureaucratiques « à l'ancienne », à savoir lourdes et peu performantes.

Ces restructurations font partie du plan de modernisation mené tambour battant par la SASAC. La réforme du CA devait être accomplie dans les 196 entreprises en... 3 ans. 2 ans et demi après son lancement, la SASAC n'avait réussi à l'impulser que dans 8 autres entreprises. Avant tout, l'objectif est d'améliorer les performances des entreprises cotées sur le marché A.

Enfin, il est aussi probable que cette augmentation d'émission fasse partie du préalable au transfert des actions non échangeables de Baosteel. Des rumeurs font état d'un plan prévu à cet effet en 2004 : selon ses prévisions, Baoshan aurait eu besoin de 28 milliards de yuans pour mener sa réforme à bien.

Elle a obtenu un prêt de la part des autorités de 14 milliards de yuans. La solution aurait été d'obtenir les 14 autres milliards par le marché boursier mais pour ce faire, il aurait fallu que le prix des actions monte à 7 yuans l'unité, soit bien au dessus des 5,12 yuans au moment de l'augmentation et a fortiori des 4,6 yuans de juin 2005.

Et vint le temps du transfert des actions non échangeables...

Le plan de transfert des actions non échangeables Baoshan a suivi la procédure normale, c'est-à-dire qu'il a dû être approuvé par la CSRC, la SASAC et le groupe de travail créé à cet effet, puis par les actionnaires avant d'être lancé.

Mais le premier plan présenté aux actionnaires est complexe. Pour 10 actions détenues, l'actionnaire se voit offrir une action, un warrant pour deux actions à 4,18 yuans chacune valable un an et un warrant pour cinq actions à 5,12 yuans pièce valable lui aussi un an. Ce plan est boudé par les actionnaires : il est beaucoup trop compliqué, les dirigeants de Baosteel doivent revoir leur copie. Une nouvelle version simplifiée du programme est donc proposée le 28 juin 2005. Désormais, les actionnaires minoritaires, pour 10 actions détenues, se verront remettre 2,2 actions ainsi qu'un warrant pour une action. Les warrants ont été lancés sur le marché le 22 août, ils ont gagné 14% deux jours après, à l'annonce de l'extension du plan de réforme de répartition des actions. L'entreprise n'exclut pas de racheter ses propres actions afin de soutenir les prix : elle dispose d'un fonds de 2 milliards de yuans de soutien, pour racheter les actions si elles tombent sous la barre des 4,53 yuans et payer aux actionnaires un dividende annuel de 0,32 yuans jusqu'en 2007. En outre, les actions non échangeables confiées à des actionnaires devront être conservées pendant une période d'au moins 24 mois. Enfin, la vente s'annonce graduelle : Baoshan s'est engagée à ce qu'au moins 67% de l'entreprise reste aux mains des pouvoirs publics dans les trois ans. Les autorités clament haut et fort qu'avec un tel plan, tout le monde (aussi bien pouvoirs publics qu'actionnaires) est gagnant.

Visiblement, le discours est convaincant : le nouveau programme recueille 96,48% des voix en sa faveur le 12 août 2005. Les Bourses réagissent à la hausse. Mais tout le monde n'est pas heureux de ce plan : les lobbies de l'acier sont sceptiques et craignent que le transfert d'un volume trop important d'actions non échangeables ne provoque une envolée des cours. Autre voix dissidente, celle de Shan Weijian, l'un des quatre directeurs indépendants de Baosteel qui publie une critique radicale de ce plan dans le magazine *Caijing*, critique qui sera reprise dans la presse internationale. Pour lui, le plan est illégal et injuste. Pire, il affirme que, si la réforme spolient les Chinois, elle profite en revanche aux étrangers. Il part du constat que les trois quart des plus gros actionnaires de Baosteel sont des QFII. Avant la réforme, ils détenaient à eux trois 212 millions d'actions de l'entreprise. Après la réforme, ce nombre est passé à 423 millions. Ce serait pour eux une occasion inespérée de pénétrer le marché boursier chinois (le discours de Shan n'est parfois pas loin de flirter avec la xénophobie, même s'il s'en défend). Cet argument paraît cependant difficilement recevable puisque le nombre de part d'une entreprise détenu par un QFII est limité par les réglementations.

Quelles furent les conséquences de ce plan ? Les résultats ne furent guère brillants en ce qui concerne le prix des actions. Le 22 juillet, au moment de l'enregistrement des actions G, le cours Baosteel était à 5,14 yuans l'unité. Le 27 octobre, il était redescendu à 3,81 yuans, soit une chute de 23%. Or, certains analystes estiment que la réforme ne pourra être considérée comme réussie que si les actions Baosteel se maintiennent à un niveau de prix supérieur à 4,12 yuans l'action. En effet, ils prennent comme étalon une action à 5,03 yuans. A ce prix, le détenteur de 100 actions possède en tout donc un capital de 503 yuans. Avec la réforme, il s'est vu offrir 2,2 actions pour 10 actions détenues, il en possède donc désormais 122. Or, à 4,12 yuans l'action, son capital total est à peu près égal à 503 yuans. Si l'action descend encore, il y a perte pour les actionnaires.

Il y a en tout 22 entreprises d'acier cotées sur le marché A, dont deux (parmi lesquelles Baosteel) ont mené à bien leur réforme de la répartition des actions. Si l'on considère les vingt autres, on constate que leurs prix ont en moyenne chuté de 0,8% avec une augmentation pour 10 sociétés.

La baisse du cours Baosteel ne reflète donc pas l'état du marché de l'acier mais plutôt les imperfections du plan de transfert.

Sources : articles parus dans le Zhongguo Jingqi Zhoukan, Caijing, The Economist, International Herald Tribune et China Analysis / Les Nouvelles de Chine.

Collusion entre pouvoirs locaux et entreprises : le cas Changhong

L'entreprise Changhong Electric du Sichuan a émergé comme l'un des principaux fabricants de téléviseurs dans les années 1990. Ses actions se vendaient à 66 yuans pièce en 1997 et 15% de la croissance du Sichuan reposaient sur ses performances en 1998. Changhong peut donc être considérée comme l'un des piliers de l'économie sichuanaise.

Reste qu'au début des années 2000, la *success story* commence à connaître des cafouillages. Devant le ralentissement de son activité, les autorités sichuanaises décident de nommer un nouveau secrétaire du Parti provincial à la tête du groupe. Mesure insuffisante, Changhong ne retrouve pas son niveau de 1997-1998. Au bout de huit mois, en février 2001, le nouveau PDG est remercié et remplacé par Ni Runfeng qui a naturellement aussi des liens très forts avec le gouvernement local. Ni va se voir confier toutes les fonctions principales de l'entreprise : Président Directeur Général, Président du Conseil d'Administration, Administrateur et Secrétaire du Parti. Il décide d'orienter la stratégie de Changhong dans deux directions : une spécialisation accrue dans la production de téléviseurs et l'expansion sur le marché américain.

La politique de Ni va se solder par un échec. Accusée de dumping, Changhong va voir son accès au marché américain refusé. Ce contentieux n'améliore naturellement pas la situation du groupe. Ni est donc à son tour remercié en août 2004, Zhao Yong, maire adjoint de la ville de Mianyang où sont situés les locaux de l'entreprise, prend alors sa succession. Le 27 décembre 2004, son immatriculation boursière est suspendue. Le 28, elle produit un rapport sur ses pertes prévisionnelles : ses dettes s'élèvent à un montant total de 46,75 millions de dollars auprès d'Apex Digital (société du Chinois d'Outre-mer américain David Ji) ; de 182,8 millions de yuans auprès de la China Southern Securities et de 8,5 milliards de yuans de dettes à court terme. A l'automne 2004, le montant total de ses actifs était évalué à 20,885 milliards de yuans. En même temps, des tensions apparaissent au sein de l'entreprise : des employés s'en prennent à Ni, l'accusant d'avoir distribué avant son départ quelques 4 milliards de yuans au personnel dirigeant, soit 133 000 yuans par personne. Les employés ne touchent que 600 à 900 yuans par mois.

Zhao Yong va reprendre les choses en main. Il vend une partie des actions des personnes publiques à d'autres établissements d'Etat, redistribue des actions aux employés, met en place des incitations à l'innovation. En même temps, il supprime la journée de repos hebdomadaire. De nouveaux objectifs commerciaux sont définis, et l'entreprise étend ses domaines de spécialisation (électroménager, climatiseurs...). Changhong cherche en outre à développer ses activités de recherche et développement. C'est que le nouveau PDG a développé une stricte feuille de route : arrêter les pertes en 2004, connaître une petite croissance en 2005 et une grosse croissance en 2006. Ces objectifs seraient en train d'être réalisés.

Les autorités sichuanaises ne sont pas étrangères à ces restructurations. En 2005, les banques commerciales publiques ont octroyé 8,5 milliards de yuans comme extension de crédit à la société.

Autre « coup de pouce » des autorités pour aider Changhong, l'affaire David Ji, l'un des principaux créanciers de la société sichuanaise. Ce dernier, de nationalité américaine, s'est retrouvé impliqué dans un contentieux avec Changhong. Cela ne l'a pas empêché de se rendre en Chine en octobre 2004 pour des raisons professionnelles. A l'origine, ce séjour ne devait pas durer plus d'une semaine : mais le 23 octobre 2004, il a été arrêté à son hôtel à Shenzhen par sept policiers de Mianyang (qui se situe à 800 kilomètres de Shenzhen...) en civil. Les raisons officielles de son arrestation sont des fraudes financières et de faux chèques destinés à Changhong. En novembre 2005, il n'était toujours pas libre de quitter le territoire chinois. Depuis son arrestation, c'est Changhong qui décide de ses lieux de détention, des moments où l'interroger et de la manière dont il doit permettre à l'entreprise de prendre la possession d'Apex. Depuis son arrestation, David Ji est, pour reprendre l'expression du *New York Times* dans « un no man's land juridique ». Pire, Wen Jiabao aurait été informé de la détention de Ji par Changhong et aurait soutenu celle-ci et aurait été à l'origine du prêt de 8,5 milliards de yuans accordé à Changhong par les banques commerciales publiques.

La presse internationale (*New York Times*, *International Herald Tribune*, *Forbes*...) s'est faite l'écho de cette affaire, mais il n'est pas sûr que cela infléchisse les autorités.

Sources : IHT, Zhengquan Shichang.

EN QUELQUES SYNTHÈSES...

Synthèse de la première partie

- La Bourse chinoise a connu une phase d'exubérance irrationnelle pendant ses dix premières années d'existence. La bulle a éclaté en 2001 et depuis les indices ne cessent de battre leurs records de chute libre.
- Les faiblesses les plus évidentes du marché boursier sont sa très forte volatilité (voir la grande vulnérabilité au cycle politique), la mauvaise liquidité, et la réglementation lacunaire.
- L'actionnaire principal d'une très grande majorité des entreprises cotées reste l'Etat.
- Ces dernières souffrent souvent d'une mauvaise gouvernance et de médiocres performances, ce qui contribue aussi aux mauvais résultats du marché boursier.
- La Bourse ne remplit pas ses fonctions traditionnelles à leur égard : les introductions ne permettent pas d'amélioration de la gouvernance, les capitaux sont mal alloués, les fusions/ acquisitions restent encore à développer.

Synthèse de la deuxième partie

- Investir sur le marché boursier chinois signifie pour beaucoup se casser les dents. Pour preuve les faillites à répétition des sociétés de courtage que les pouvoirs publics renflouent régulièrement.
- Les principales victimes de la Bourse sont les actionnaires individuels : régulièrement trompés et mal protégés, leurs investissements ne sont plus rentables depuis 2001. Ces difficultés expliquent leur comportement extrêmement volatil.
- Mais un des problèmes les plus importants de la Bourse est le système des actions non échangeables qui garantit à l'Etat le contrôle des SOE cotées.
- La compartimentation entre investisseurs étrangers et nationaux paraît elle aussi désuète et vient altérer les performances du marché.
- Enfin, le marché souffre des pratiques à la limite de la légalité des représentants du gouvernement (lutttes institutionnelles, corruption, aides aux entreprises...).

Synthèse de la troisième partie

- 2005 restera probablement dans l'histoire de la Bourse chinoise comme l'année du lancement des réformes.
- Les deux principales concernent le transfert des actions non échangeables et la mise en place du fonds de stabilisation.
- Ces réformes ne signifient cependant pas un retrait de l'Etat. Les autorités semblent décider à maintenir leur contrôle sur la Bourse.